RESUMO EXPANDIDO (PARA ASSOCIADOS AKB) / EXTENDED ABSTRACTS (AKB MEMBERS) - ÁREA 6. ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA E DINÂMICA INFLACIONÁRIA

METAS DE INFLAÇÃO NA PERIFERIA: CÂMBIO ADMINISTRADO, ACUMULAÇÃO DE RESERVAS E INSTABILIDADE FISCAL-FINANCEIRA

Julio Fernando Costa Santos (julio.costa@ufu.br)

Este artigo analisa a fragilidade macroeconômica de economias emergentes que operam sob uma combinação institucional aparentemente coerente, mas internamente tensionada: regime de metas de inflação, compromisso fiscal com a geração de superávits primários e taxa de câmbio formalmente flexível, embora sujeita a intervenções recorrentes da autoridade monetária. A hipótese central é que esse arranjo, frequentemente tratado como um conjunto de instrumentos complementares de estabilização, produz efeitos distintos em economias financeiramente abertas e dotadas de moedas periféricas. Nessas economias, a política monetária, a política fiscal e a política cambial não podem ser compreendidas como blocos independentes, pois seus efeitos se propagam por meio de canais comuns: a taxa de câmbio, o prêmio de risco, os fluxos de capitais, a inflação, a distribuição de renda e a dinâmica da dívida pública.

O ponto de partida do artigo é a crítica à representação convencional do regime de metas de inflação em economias pequenas e abertas. Nos modelos canônicos, a taxa de juros é apresentada como instrumento suficiente para estabilizar a inflação, enquanto a taxa de câmbio opera como variável de ajuste

externo. Em economias emergentes, contudo, a taxa de câmbio não é apenas um preço relativo. Ela afeta diretamente os custos de produção, os preços de bens importados, os insumos intermediários, os salários reais, a rentabilidade das firmas, as expectativas inflacionárias e a percepção de risco dos investidores. Por isso, depreciações cambiais podem gerar inflação não apenas por repasse de preços externos, mas também por intensificarem conflitos distributivos entre trabalhadores, firmas, Estado e setor externo.

A partir dessa perspectiva, o artigo desenvolve um modelo macrodinâmico compacto de inspiração pós-kaleckiana e rowthorniana. A inflação é tratada como resultado de um processo de conflito distributivo, no qual pressões de custo, mark-ups, reivindicações salariais e condições de utilização da capacidade produtiva interagem com choques cambiais e inflação importada. A política monetária reage aos desvios da inflação em relação à meta, mas sua ação não é neutra: elevações da taxa real de juros podem reduzir pressões inflacionárias ao comprimir a demanda e enfraquecer o conflito distributivo, ao mesmo tempo em que deprimem o investimento, elevam o custo da dívida e reforçam a fragilidade fiscal-financeira.

O modelo também incorpora a lógica da flutuação administrada. Bancos centrais de economias emergentes intervêm no mercado cambial porque grandes oscilações da taxa de câmbio afetam a inflação, a distribuição de renda e as condições financeiras. A acumulação de reservas internacionais pode, nesse sentido, funcionar como mecanismo de proteção contra choques externos, reduzindo a vulnerabilidade cambial e o prêmio de risco. No entanto, quando essa acumulação é esterilizada para preservar o controle sobre a taxa doméstica de juros, o setor público passa a carregar ativos externos de menor rendimento financiados por passivos domésticos mais custosos. Assim, a mesma política que busca reduzir a fragilidade externa pode gerar custos fiscais e quase fiscais relevantes.

O argumento principal é que a esterilização transforma a administração cambial em um problema de estabilidade macrofinanceira. Ao preservar diferenciais de juros, ela pode reforçar incentivos à entrada de capitais, ampliar a sensibilidade da taxa de câmbio ao prêmio de risco e aumentar o estoque de passivos

domésticos remunerados. Como a dívida pública afeta o prêmio de risco, e este, por sua vez, influencia a depreciação cambial e a taxa de juros necessária para estabilizar a inflação, a condição de sustentabilidade da dívida torna-se não linear. Mesmo com funções comportamentais simples, o sistema pode gerar múltiplos estados estacionários compatíveis com a meta de inflação, incluindo uma configuração de baixa dívida localmente estável e uma configuração de alta dívida associada a instabilidade ou dinâmica de sela.

A análise mostra, portanto, que a estabilidade do tripé macroeconômico é condicional. Metas de inflação, disciplina fiscal e câmbio administrado podem estabilizar a economia apenas quando os efeitos de retroalimentação entre dívida, risco, câmbio, inflação e juros permanecem contidos. Caso contrário, políticas concebidas para estabilizar preços e reduzir a vulnerabilidade externa podem produzir o resultado oposto: maior fragilidade fiscal-financeira, menor investimento, maior dependência de juros elevados e redução da capacidade de absorver choques. A contribuição do artigo consiste em demonstrar que a fragilidade das economias emergentes não decorre apenas de choques externos ou de desequilíbrios fiscais isolados, mas da própria interação entre subordinação monetária, conflito distributivo, intervenção cambial esterilizada e dinâmica da dívida pública.

Palavras-chave: metas de inflação; inflação por conflito distributivo; intervenção cambial; reservas esterilizadas; dívida pública; economias emergentes.